

双层股权结构控制权私人利益的风险与治理应对

——从德国“大众排放门”切入

刘胜军* 邹赛男**

摘要:在双层股权(DCS)结构中,传统公司内外部约束机制严重弱化,难以约束控制股东过度追求控制权私人利益作出损害公司利益的扭曲决策。发行优先股形成DCS结构的德国“大众排放门”即是其例。关于DCS结构中控制股东控制权私人利益风险的治理应对,在内部治理机制上,应当完善低投票权股股东的提案权,增设无约束力表决,强化DCS结构中独立董事的独立性,创立董事会下的公司治理委员会;在外部治理机制上,应强化信息披露,放开股东集团诉讼的前置程序,强化控制股东受信义务。

关键词:双层股权结构 控制权私人利益 决策动机扭曲 少数持股控制股东 大众排放门

* 中国民航大学法学院副教授,法学博士。

** 中国民航大学法学院2020级硕士研究生。

一、引言

双层股权结构(dual class share structure,以下简称DCS结构)通常也被称为“同股不同权”的股权结构,是对传统公司法“一股一权”原则的突破,股东在投票权方面存在差异,实质特征是股东的现金流权(体现为持股比例所对应的分红权与剩余资产分配权)和投票权相分离。在DCS结构中,从持股比例上来看,高投票权股股东是少数股东,但是其通过持有少数的高投票权股控制了公司,再加上其往往又担任管理者,我国上交所交易所规则则要求持高投票权股的控制股东须同时担任董事,因此文中称其为控制股东/管理者(文中控制股东与少数持股控制股东交叉使用,在特别强调控制股东其控制权与现金流权背离的场合使用少数持股控制股东)。在“一股一权”结构中,通过金字塔持股结构,现金流权意义上的少数股东也可以实现对公司的控制。在DCS结构中,金字塔持股结构与DCS结构相结合,还可以进一步加剧控股股东现金流权与投票权的分离。

优先股发行公司的资本结构性质也是DCS结构,优先股通常没有表决权,优先股发行公司同样符合DCS结构现金流权与投票权分离的实质特征。因此,发行优先股的德国大众集团其资本结构也归为DCS结构,^[1]大众集团的控制股东通过金字塔持股结构进一步加剧了控制股东现金流权与投票权的分离。DCS结构中控制股东/管理者的控制权私人利益与其低持股比例对应的收益与损失承担严重失衡,这会产生控制股东/管理者过度追求控制权私人利益损害公司利益的风险,扭曲控制股东/管理者的决策动机,形成DCS结构上市公司治理的特有风险与成本。

本文从德国“大众排放门”切入,分析DCS结构中少数持股控制股东/管理者牺牲公司和低投票权股股东利益为代价,过度追求控制权私人利益的治理风险与成本,剖析背后的治理结构原因,在此基础上从公

[1] 《德国股份法》不允许上市公司发行差异表决权的普通股,但是允许发行优先股。

司内部和外部治理机制两个维度,探索如何应对 DCS 结构中少数持股控制股东/管理者的控制权私人利益风险。

二、“大众排放门”:控制股东过度追求控制权私人利益损害公司与公众股东利益的案例

(一)基本案情

德国大众集团的汽车销售遍及全球,美国是其一个非常重要的市场。美国《清洁空气法》要求,只有汽车制造商向美国环保署(EPA)证明,他们的产品符合排放标准,才能获得合格证书进行销售。2015年9月,EPA正式发布新闻稿,大众集团的汽车在1100万辆柴油机车车型上安装了作弊软件。这些车辆在排放测试中通过造假过关,而实际行驶中,其排放的氮氧化物是实验室测试标准水平的40倍。大众集团制造和销售具有作弊软件的汽车,其污染物排放量远高于EPA规定的标准,违反了美国《清洁空气法》的两项重要条款。^[2]东窗事发后,民事责任方面,大众集团最终面临高额索赔;在行政责任方面,面临高额罚款。至2019年,大众集团因排放门付出的经济成本更是已经高达300亿欧元(约合人民币2341.84亿元)。^[3]刑事责任方面,大众集团及其相关高管分别被指控为单位犯罪和自然人犯罪。自“排放门事件”爆发之日起,大众集团的多位高管已先后被捕,其中2015年9月23日,大众集团首席执行官马丁·文德恩辞职,原因是该公司被控故

[2] See Environmental Protection Agency, *California Notify Volkswagen of Clean Air Act Violations/Carmaker Allegedly used Software that Circumvents Emissions Testing for Certain air Pollutants* (September 18, 2015), available at <https://archive.epa.gov/epa/newsreleases/epa-california-notify-volkswagen-clean-air-act-violations-carmaker-allegedly-used.html>.

[3] 参见孟然:《大众排放门再起波澜:累计损失已超2300亿》,载新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2019-12-11/doc-iihnzhfz5093152.shtml>, 2022年5月2日访问。

意让其柴油发动机在排放测试中作弊,他将面临德国的刑事调查。^[4]一时间舆论一片哗然,大众集团的百年信誉严重受损。

大众集团总部位于德国,德国的《股份法》禁止发行一股多个表决权的超级表决权股份,但允许发行具有优先分红权的无投票权的优先股,有时这甚至是普遍的。^[5]大众集团就是采用此种优先股构成的DCS结构发行股票上市的,其股权结构中存在一股一票的普通股和一股零票的优先股两种股份类型。截至“大众排放门”发前一年,即2014年年底,大众集团的第一大股东为保时捷控股有限公司(Porsche Holdings SE),保时捷控股有限公司持股大众集团的比例为31.5%,但是表决权比例为50.73%。第二大股东是下萨克森州(State of Lower Saxony),它持有大众集团的股份比例为12.4%,但投票权比例为20.0%。卡塔尔控股有限责任公司(Qatar Holdings)是第三大股东,持股比例占15.4%,投票权占17.0%。^[6]作为大众集团的控制股东,保时捷控股有限公司50%的股份为有表决权的普通股,另50%为无表决权的股份。普通股由保时捷和皮埃奇家族的成员全部持有,但该家族成员不持有无表决权的股份。^[7](见图1)

[4] See Arnold W. Reitze Jr., *The Volkswagen Air Pollution Emissions Litigation*, 46 *Env'tl. L. Rep. News & Analysis* 10564, 10569 (2016).

[5] 参见 Lucian A. Bebchuk、Kobi Kastiel、罗伟恒:《上市公司永久双层股权结构的不合理性》,载史际春主编:《经济法学评论》(第19卷),中国法制出版社2020年版。

[6] See Volkswagen AG Annual Report 2014, at 92.

[7] See Porsche Automobil Holding SE Annual Report Fiscal Year 2014, at 40.

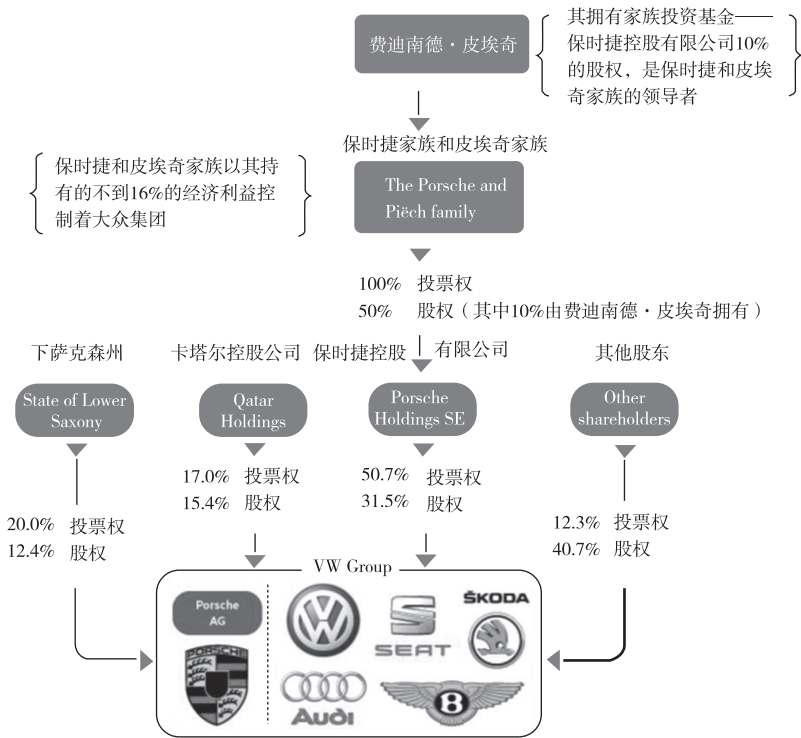


图1 德国大众集团

资料来源: <https://www.team-bhp.com/forum/attachments/international-automotive-scene/1429507d1445330509-vags-emission-fraud-vw-cheats-emission-test-ferdinand-pi-ch-s-influence-seen-everywhere-volkswagen-ft.pdf>。

在事件爆发时,通过投资保时捷控股有限公司,保时捷和皮埃奇家族对大众集团享有控制权。通过DCS结构和金字塔持股结构的加持,这个家族控制了5个监督董事会的席位(5个董事席位占据了监督董事会中股东董事席位的一半,德国监督董事会中股东董事和职工董事各占一半),同时还限制自己的经济风险。与此同时,控制家族的一名成员费迪南德·皮埃奇,其拥有家族投资基金——保时捷控股有限公司10%的持股比例,是保时捷和皮埃奇家族的领导者。从1993年至2002年,他担任大众集团的CEO,是大众集团的管理者,因此其是大众集团的控制股东/管理者。从该职位退休后,他成为监督董事会主席,

在排放丑闻发生时,他仍担任主席〔8〕

(二) 案件反思

费迪南德·皮埃奇是大众集团的 CEO 和最终实际控制人,身为少数持股控制股东/管理者,费迪南德·皮埃奇的决定对大众集团的决策来讲是决定性的。费迪南德·皮埃奇通过金字塔结构和 DCS 结构的方式持有大众集团股份。如图 1 所示,首先,通过家族对保时捷控股有限公司进行持股,并通过自己对保时捷控股有限公司 10% 的持股比例领导着保时捷家族和皮埃奇家族,保时捷家族和皮埃奇家族是保时捷控股有限公司的控制股东,保时捷控股有限公司又是大众集团的第一大控制股东,因而费迪南德·皮埃奇可以说是大众集团的最终实际控制人。与此同时,费迪南德·皮埃奇又担任大众集团的 CEO,是大众集团的管理者。因此,费迪南德·皮埃奇的决定对大众集团的决策来讲是决定性的。

少数持股但却控制大众集团,这使费迪南德·皮埃奇的控制权私人利益非常突出。作为少数持股控制股东,费迪南德·皮埃奇不再过多考虑为大众集团和其他公众投资者创造更多的财富,而只是一味地追求汽车销量的增加,企图超越丰田,打造一个全球最大的汽车帝国。〔9〕当大众集团成为最大的汽车帝国之后,作为掌握帝国控制权的人,费迪南德·皮埃奇将会收获较以往更显赫的名声、影响力等非现金控制权私人利益。作为保时捷家族和皮埃奇家族这两大家族的后代,费迪南德·皮埃奇并不缺少金钱,对其来讲,非金钱的控制权私人利益远比金钱更具有诱惑力。正是由于少数持股控制股东/管理者对控制权私人利益的过度追求,为了与这一目标相契合,大众集团不顾一切的违规排放行为似乎显得合理起来。尽管直至今日并无直接的相关证据表明费迪南德·皮埃奇是违规排放的直接授意者,但是在金融时报报道中(Financial Times)认为,费迪南德·皮埃奇在“大众排放门”丑闻

〔8〕 See Elson, Charles M. & Ferrere, Craig & Goossen, Nicholas J., *The Bug at Volkswagen: Lessons in Co - Determination, Ownership, and Board Structure*, 27 *Journal of Applied Corporate Finance* 36, 37 - 38 (2015).

〔9〕 See Harald Hamprecht, *Volkswagen's No. 1 Ambition: How it Plans to Rule the World*, *Autoweek*, March 28, 2011.

中就像班柯的鬼魂(Banquo's ghost)——大多数人看不见,但知情人士看到或至少怀疑过他的存在。^[10]

本文以下以大众集团排放门的事件是在少数持股控制股东/管理者的直接安排或授意下为假设前提,对少数持股控股股东/管理者过度追求控制权私人利益,决策动机扭曲损害公司和低投票权股股东的风险与治理应对进行学术探讨。

大众集团绝对不是少数持股控制股东/管理者决策动机扭曲的个例。Meta 的 CEO 扎克伯格通过 DCS 结构,以 13% 的股权控制着该公司 54.4% 的投票权,是 Meta 公司的控制股东。因为个人对元宇宙的热情和信念,在 2021 年 Facebook Connect 大会上扎克伯格宣布将 Facebook 改名为 Meta,全力进军“元宇宙”。一年时间过去,Meta 的股价已经从 320 美元左右跌到如今只剩 90 美元,跌掉了 72% 的市值,在前不久公布的第三季度财报里,Meta 营收 277.14 亿美元,同比下滑 4%;净利润 43.95 亿美元,同比下滑 52%,Meta 股东已经对扎克伯格向元宇宙的投资狂潮表示愤怒。^[11] 加拿大麦格纳国际公司的控制股东弗兰克·斯特罗纳赫(Frank Stronach)不顾其他股东的反对,耗用大量公司资金投资于个人喜欢和享受的事物,1997 年修建麦格纳主题公园,同年又成立航空公司为自己提供奢华的私人飞行服务,1998 年更是毫无商业计划地成立麦格纳娱乐公司发展赛马业务。最后,斯特罗纳赫在各种陌生领域的投资引起集团内部其他股东的强烈不满,公司遭遇了经营重挫和股价下跌。^[12]

少数持股控制股东/管理者过度追求控制权私人利益,决策动机扭曲从而损害公司利益,应当值得严重关切。毫无疑问,当 DCS 结构中少数持股控制股东/管理者的行为缺少传统单层股权结构公司的表决

[10] See Richard Milne, *Ferdinand Piëch's Influence Seen Everywhere at Volkswagen*, Financial Time, (October 19, 2015), available at <https://www.team-bhp.com/forum/attachments/international-automotive-scene/1429507d1445330509-vags-emission-fraud-vw-cheats-emission-test-ferdinand-pi-ch-s-influence-seen-everywhere-volkswagen-ft.pdf>.

[11] See Meta Reports Third Quarter 2022 Result, at 1.

[12] 参见孟钟剑、邹豪:《完善我国差异化表决权政策研究——以麦格纳国际公司为例》,载《会计之友》2022 年第 7 期。

权约束机制,其不受控制的过度追求控制权私人利益,公众投资者的利益都将面临巨大的风险和治理成本。正如经济学家弗里德曼所说:“花自己的钱办自己的事,最为经济;花自己的钱给别人办事,最有效率;花别人的钱为自己办事,最为浪费;花别人的钱为别人办事,最不负责任。”^[13] DCS 结构中少数持股控制股东/管理者在公司中的经济利益占比很少,如果其决策动机扭曲,使用他人的钱来满足自己的控制权私人利益,就很大程度上意味着“花别人的钱为自己办事,最为浪费”。DCS 结构中少数持股控制股东/管理者拿公众投资者的钱去冒险,过度追求个人的控制权私人利益,这将会导致公众投资者承担巨大的代理成本和决策错误的成本。因此,对少数持股控制股东/管理者上述行为进行治理,保护公众投资者的利益是十分必要的。

三、双层股权结构中控制股东控制权私人利益的治理风险

在分散持股“一股一权”的上市公司中,表决权约束机制下的公司控制权市场和管理者职位替代约束公司内部人服务于公众股东利益。在集中持股“一股一权”的上市公司中,尽管控制权市场无法发挥约束机制,但是控制股东在上市公司占有多数权益,这意味着他自己要承担决策错误导致公司损失的主要部分,这为控制股东与公众股东利益的一致化提供了强有力的激励。相反,存在少数持股控制股东/管理者的DCS 结构上市公司中,一方面,少数持股控制股东/管理者缺少控制权市场的外部约束;另一方面,自己又不承担自己决策错误导致公司损失的主要部分,承担的只是极少部分,实际由持股多数的公众股东承担主要不利影响。^[14] 在DCS 结构中,少数持股控制股东/管理者存在牺牲公众股东的利益为代价过度追求控制权私人利益的道德风险。在大众集团,实际控制人/管理者这一风险表现为公司战略选择和帝国建造。

[13] 参见[美]米尔顿·弗里德曼、[美]罗斯·弗里德曼:《自由选择:个人声明》,胡骑等译,商务印书馆1982年版,第118~119页。

[14] 参见章道润、张宇润、蒋辉宇:《双层股权结构上市公司普通股东权益保护制度研究》,载《财贸研究》2021年第8期。

(一) 控制股东/管理者为控制权私人利益选择低业绩公司战略

在DCS结构中,控制股东/管理者的低持股比例与私人控制权利益相叠加可能诱发其过度追求控制权私人利益从而决策动机扭曲。为了更好地说明控制股东决策动机的扭曲是如何依赖于其持股比例,我们比较控制股东持股比例不同情形下的决策动机。假设控制股东的持股比例为25%,公司的价值为V,控制股东将在两项公司战略之间面临一种选择,采取低业绩战略C可能会导致公司出现损失 ΔV ,但控制股东将获得私人利益B为1亿美元,在损失的 ΔV 超过4亿美元时,控制股东才会放弃采取战略C。因为,此时控制股东获得的控制权私人利益小于其按持股比例25%分担公司的损失 ΔV ,即 $B < \Delta V \times 25\%$ 。假设同一控制股东的持股比例从25%减少到5%,仍然保留其对公司的控制权,控制权私人利益B为1亿美元不变,此时控制股东对公司采取同样的低业绩战略C的话,控制股东获得的控制权私人利益B将远远大于其按持股比例5%分担的公司损失 ΔV ,这时控制股东会选择不采取低业绩战略C。控制股东只有在 $5\% \times \Delta V > 1$ 亿美元,即 ΔV 超过20亿美元时才会放弃采取低业绩战略C。因此,在公司损失 ΔV 同为4亿美元的情况下,持股比例为25%的控制股东更愿意放弃导致公司价值贬值的低业绩战略,但持股比例5%的控制股东却会选择导致公司价值贬值的低业绩战略。由此可见,控制股东的持股比例越低,其以牺牲公司利益为代价追求控制权私人利益的风险越大,其选择错误的公司战略的可能性越大。^[15]

控制权私人利益的驱使下,少数持股控制股东/管理者扭曲的决策动机将导致其作出不符合公司最佳利益的战略选择,并最终损害公司利益。其一,在过度追求控制权私人利益的驱使下,控制股东可能更愿意投资他个人更感兴趣但是风险较大的新业务,而放弃原来成功成熟的主营业务。其二,在过度追求控制权私人利益的驱使下,控制股东可能对公司现有的业务表现出过度、甚至冒进的投资倾向。其他的业务可能会带来更高的投资回报,投资其他的业务需要学习不同的管理技

[15] See Lucian A. Bebchuk & Kobi Kastiel, *The Perils of Small – Minority Controllers*, 107 *Georgetown Law Journal* 1453, 1469 (2019).

能,控制股东已经对现有的业务十分熟练,他们更愿意接受现有业务,并可能对现有业务过度投资,甚至选择风险巨大的冒进的公司战略。^[16] 大众集团的实际控制人就是这一情况的一个典型例子。作为保时捷和皮埃奇家族的后代,费迪南德·皮埃奇对于汽车制造业务可谓是十分娴熟,把大众集团打造成全球最大的汽车帝国是他的控制权私人利益的集中体现,为了追求这一非现金的控制权私人利益,他对现有业务发展呈现出强烈且过度,甚至是冒进的倾向。种种迹象指向,大众集团选择在汽车上安装作弊软件时确实是费迪南德·皮埃奇出于追求控制权私人利益而做出的决策,这恰恰反映出控制股东的过度自信和冒险导致了严重的决策动机扭曲,最终酿成代价巨大的后果。

大众集团为控制股东/管理者过度追求控制权私人利益作出的公司(违法)战略选择付出了惨重的代价。大众集团因“排放门”这一舞弊丑闻付出了经济和名誉的沉痛代价,各国针对大众集团的欺骗性行为进行调查,并要求大众集团作出赔偿,解决因排放污染带给民众及环境的影响。在刑事方面,大众集团及其相关高管分别被指控为单位犯罪和自然人犯罪。“单位犯罪方面,2017年1月11日,大众集团因涉嫌对作弊事件知情、共谋欺骗美国,被美国密歇根州东区指控三项重罪,即违反清洁空气法阴谋欺骗美国和美国消费者罪、妨碍司法罪以及通过虚假陈述进口商品罪等。^[17] 2017年3月10日,大众集团承认了三项重罪指控,控辩双方达成辩诉交易。^[18] 2017年4月21日法院接受了控辩双方达成的辩诉交易,作出了有罪判决,根据答辩协议,大众集团同意向美国政府支付28亿美元的刑事罚金。”^[19] 在民事赔偿方面,大众集团的欺骗性行为也引发了后续一连串的起诉和诉讼。2019年9月,大众集团与澳大利亚车主就排放门达成和解协议,大众集团将向每位起诉大众、奥迪、斯柯达柴油车车主赔偿总额约1.27亿澳大利

[16] See Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 *Harvard Law Review* 1641, 1667-68 (2006).

[17] See *United States v. Liang*, Case No. 16 - 20394 SFC (APPx), Dkt. 32, Third Superseding Information at p. 16 - 27 (E. D. Mich. 2016).

[18] See Dkt. 71 - 4, Exh. 3, Plea Agreement.

[19] See Dkt. 71 - 1, Stoller Decl. at 8.

亚元费用;2020年1月波兰竞争和消费者保护局宣布对大众集团处以1.206亿兹罗提罚款;2020年2月,大众集团因“排放门”问题向德国客户赔偿8.3亿欧元,以平息德国消费者对其提起的诉讼……〔20〕“大众排放门”还远远未结束。

(二) 控制股东/管理者为控制权私人利益进行“帝国建造”

控制股东过度追求控制权私人利益会选择规模扩张进行帝国建造。在DCS结构公司中,控制股东的持股比例为25%,公司的价值为V,如果控制股东将进行一系列的收购,这些收购将会大幅增加公司的规模,同时将使所有股东的财富减少 ΔV 。但是,通过这样的收购增加公司的规模和重要性,将会增加控制股东的影响力、权力和地位,从而为控制股东提供私人利益B。假设持股25%的控制股东将获得的私人利益B为1亿美元,这种情况下,只有在 ΔV 的减少超过4亿美元时,控制股东才会避免选择规模扩张进行帝国建造,因为此时控制股东按比例分担的财务损失,即 ΔV 的25%,超过1亿美元。假设同一控制股东的持股比例从25%减少到5%,同时保留其对公司的控制权,DCS结构可以实现这一效果,控制股东对公司采取上述同样的规模扩张,控制股东按比例分担的财务损失现在将只占 ΔV 的5%,但该控制股东根据控制权仍将获得1亿美元的私人利益,此时控制股东只有在5%的 ΔV 超过1亿美元,即 ΔV 的减少超过20亿美元时才会避免进行收购扩大公司规模。因此,在 ΔV 的减少在4亿美元到20亿美元之间的情况下,控制股东在持股比例为5%而不是25%的时候,其更容易采取增加公司规模的收购行动。由此可见,控制股东的持股比例越低,其决策动机扭曲的风险越大,其扩大公司规模进行帝国建造的可能性越大。〔21〕

为建造帝国,控制股东会采取避免向股东分配现金或资产。例如,相对于有利可图投资机会所实际需要的资金,公司可能拥有远超过实际所需的资金储备,此时将过多的资金储备分配给其他股东本会增加

〔20〕 参见陈驰:《大众因排放门遭到德国逾40万名车主集体起诉;赔偿8.3亿欧元》,载快科技,<https://news.mydrivers.com/1/672/672690.htm>,2022年6月13日访问。

〔21〕 See *The Perils of Small - Minority Controllers*. supra note 16, at 1470.

公司价值。又如,对于公司拥有的某些资产,将其剥离出去交给第三方管理或出售给第三方,并将现金收益分配给股东,这样会为公司和股东带来更大收益。但是在这种情况下,控制股东会拒绝这样做,继续维持庞大的资产规模以避免帝国缩小。控制股东之所以这样做,是因为拥有一个更大的帝国对控制股东的私人利益更加有利,经营一家大公司,控制股东可以获得更大的金钱和非金钱的私人利益。此外,保留未分配的流动资金(“自由现金流”)或可转化为流动资金的资产,可以增加控制股东对于资本市场的自主权,并增强其追求扩张计划的自由。综上,为了帝国建造,控制股东过度扩张和过度保留流动资金会扭曲其决策动机。^[22]

大众集团是帝国建造的一个典型例子。费迪南德·皮埃奇为了将大众集团打造成为全球最大的汽车帝国,采取一切手段增加汽车销量、扩大大众集团的规模。为了提高产量,在2011年大众集团必须在全球至少再建立5家到6家装配厂,新的工厂又需要雇佣新的员工,大众集团的汽车面临着要为实现增长、扩大规模而牺牲利润的风险,这曾经受到了来自股东、工会和记者的强烈批评。^[23]

双层股权似乎是一个双赢的治理结构,但存在特殊的控制权私人利益风险与治理成本。透过德国“大众排放门”不难发现,控制股东/管理者在过度追求控制权私人利益的驱使下,导致决策动机扭曲,从而选择低业绩战略,其经营决策不再是为了公司或所有股东利益的最大化,而是以牺牲公司或其他股东的利益为代价,过度追求控制权私人利益时,该结构特有的代理成本与治理风险就凸显了。我国上交所科创板、深交所创业板以及北京交易所均已经允许公司上市发行差异表决权股份形成DCS结构,并且我国立法也允许公众公司发行优先股从而形成DCS结构,这一结构在我国情境下的代理成本与治理风险值得警惕,并应进行相应的治理机制应对。

[22] See Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harvard Law Review*. 833, 903 - 04 (2005).

[23] See Harald Hamprecht, *Volkswagen's No. 1 Ambition: How it Plans to Rule the World*, *Autoweek*, March 28, 2011.

四、双层股权结构中控制股东控制权私人利益风险的治理结构成因

DCS 结构是公司发展到一定阶段后,出于创始股东或家族对企业控制权保留、公司反收购的需求而产生的一种股权结构。DCS 结构中控制股东控制权私人利益治理风险在治理结构成因,根本上来源于控制股东现金流权与控制权分离导致的更加严重的代理成本,内部约束机制削弱、外部约束机制缺乏加剧了这一风险。^[24]

(一) 代理成本根源

DCS 结构中控制股东/管理者存在严重的潜在代理成本。在 DCS 结构下,投票权与现金流权分离使得控制股东的代理成本加大。控制股东/管理者持有的超高投票权比例与持股比例极不匹配,控制股东/管理者高度参与公司经营,但是其能从股东身份上获得的经济利益却极少。一方面,少数持股控制股东所拥有的超级投票权足以控制整个公司大大小小的决策与走向——或好或坏,却因持股比例小,只需要在经济利益上承担较小比例的风险责任。^[25] 另一方面,控制权私人利益只有控制股东/管理者能够享有,少数股东并不享有。在维持控制权的条件下,控股股东持股越少,攫取控制权私人利益的动机就越大。提高公司业绩带来的收益是按持股比例来分配,但控制权私人利益是基于治理权力来分配的。当控制权私人利益充分增加时,DCS 结构的杠杆控制可能会促使控制股东/管理者采取降低公司业绩但有助于提供控制权私人利益的策略。^[26] 在机会主义的驱动下,控制股东/管理者则极易诱发决策动机扭曲,趋向于牺牲其他股东甚至是公司整体的利益

[24] 参见谭婧:《双层股权结构下的利益冲突与平衡》,华东政法大学 2015 年博士学位论文。

[25] 参见张欣楚:《双层股权结构:演进、价值、风险及其应对进路》,载《西南金融》2019 年第 6 期。

[26] See *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*. *supra* note 17, at 1651 - 52.

来追求控制权私人利益。^[27]

大众集团存在 DCS 结构,其控制股东存在着严重的代理成本。大众集团的控制股东保时捷控股有限公司对大众集团只拥有 31.5% 的经济利益,但是却掌握 50.7% 的表决权。而控制保时捷控股有限公司的保时捷家族和皮埃奇家族对大众集团实际只拥有不到 16% 的经济利益,实际控制人费迪南德·皮埃奇更是对大众集团只拥有 3.15% 的经济利益,但是他作为最终的实际控制人却实际掌控着大众集团 50.73% 的投票权。经济利益比例与投票权比例相差如此悬殊,实际控制人费迪南德·皮埃奇过度追求控制权私人利益,因而决策动机扭曲就显得不足为奇了。

(二) 内部约束机制严重削弱

DCS 结构削弱了对管理者的内部约束机制。通常,对公司管理者的内部约束机制主要来源于两个方面:一个是来自股东大会的监督;另一个是来自董事会和监事会的监督。在 DCS 结构的安排下,这两方面的约束机制都被削弱了,从而增加了身为控制股东的管理者在过度追求控制权私人利益的驱使下,决策动机扭曲的潜在风险。

在 DCS 结构中,股东大会对管理者的监督功能被严重削弱了。具体而言,在股东大会层面,差异表决权会带来控制权的集中,持有高投票权股份的控制股东同时身为管理者,对股东大会拥有绝对的控制力,其他中小股东难以撼动身为控制股东的管理者的控制力。^[28] 再者,实证证据表明,在“一股一权”结构的公司中,管理者的地位并不是根深蒂固的,如果他表现不佳或以其他方式损害其他公众投资者的利益,他随时可能被替换,被替换的威胁约束着管理者忠诚勤勉地做好本职工作。对在“一股一权”结构公司中的多数持股控制股东而言,虽然其不面临被取代的威胁,但是他持股多数,因此需要对其行为承担大部分的

[27] 参见冯果、诸培宁:《差异化表决权的公司法回应:制度检讨与规范设计》,载《江汉论坛》2020 年第 5 期。

[28] 参见徐雅红:《表决权差异安排下的控制权约束规则研究》,华东政法大学 2020 年硕士学位论文。

经济成本,因此多数持股控制股东在作出任何决定时同样受到约束。^[29]然而,在DCS结构中,少数持股控制股东与管理者的身份合二为一,他们的控制权私人利益抵消了其持有少数股权的任何损失成本,与此同时,他们也不存在被替换的威胁。DCS结构这种堑壕(entrenchment)防御和弱所有权激励(weak ownership incentives)的叠加,很可能导致少数持股控制股东/管理者做出各种动机扭曲的决策。^[30]

在DCS结构中,董事会和监事会对身为控制股东的管理者的监督功能被严重削弱了。从董事会和监事会角度功能的角度出发,在DCS结构的公司的董事会和监事会的监事通过股东大会投票选举产生,而控制股东的表决权绝对优势决定了其在董事会、监事会形成中的控制能力,这就相当于控制股东拥有了董事、监事的任免权。在这种情况下,一方面,对于董事会来说,董事会难以对全体股东负责,控制股东通过掌控董事会成员的任免,进而把握对管理者的任免,董事会对管理者的监督失效,董事会内部相互的监督难以成行,董事会的监督功能被抑制了;另一方面,监事会同样常常受制于控制股东,监事会由股东大会选举,掌握控制权的控制股东更加能够把握监事人选,选择“自己人”担任,监事会难以保证独立性,监事的监督作用更是难以发挥。^[31]因此,在DCS结构中,董事会和监事会并不能很好地承担监督职能。

大众集团完全被实际控制人操控,对管理者的内部约束机制失效。保时捷控股有限公司作为大众集团的第一大股东,而保时捷家族和皮埃奇家族又控制了保时捷控股有限公司,费迪南德·皮埃奇作为保时捷和皮埃奇家族的领导人是大众集团的实际控制人,再加上其曾经又兼任CEO,他对大众集团的股东大会拥有绝对的控制力。同时,通过DCS结构和金字塔持股结构的结构性手段,保时捷家族和皮埃奇家族可以控制5个监督董事会的席位,这占到监督董事会中股东董事的一

[29] See Paul E. Fischer et al., *Investor Perceptions of Board Performance: Evidence from Uncontested Director Elections*, 48 J. Acct. & Econ. 172, 180-82 (2009).

[30] See *The Perils of Small - Minority Controllers*, supra note 16, at 1466.

[31] 参见欧阳鸣鹂:《双层股权结构代理成本问题与监管对策研究》,暨南大学2020年硕士学位论文。

半。因此,股东大会和监督董事会在很大程度上受控于控制股东/管理者,进而受控于实际控制人费迪南德·皮埃奇,它们的监督作用受到限制、难以有效发挥。

在“大众排放门”的指控与刑事调查中发现,公司的董事和高管完全受控于实际控制人费迪南德·皮埃奇,公司内部约束机制难以对扭曲决策进行监督和矫正。大众集团及其相关高管分别被指控为单位犯罪和自然人犯罪。在自然人犯罪方面,自“排放门事件”爆发之日起,大众集团的多位高管已先后被捕。前大众集团发动机研发主管詹姆斯·梁(James Liang)因参与排放作弊软件研发被判处40个月监禁。前大众集团美国环境工程办公室负责人奥利弗·施密特(Oliver Schmidt)因掩盖排放测试作弊事实,拒不配合美国监管部门调查,被底特律联邦法院判处7年监禁,并处以40万美元的罚款。2017年1月被捕前,检察机关从奥利弗·施密特的个人邮箱中恢复的邮件显示,施密特在2014年4月就已经发现,在西弗吉利亚大学的独立测试中,大众集团柴油车实际排放存在严重超标。施密特将问题上报给了公司高层,但最终被要求掩盖了事实,这足以证明大众集团董事会和高管对作弊事实早已知情,公司的内部约束机制未能对这一错误行为监督和矫正。^[32]

大众集团首席执行官受控于实际控制人,其被刑事指控对作弊事实知情,并故意操控作弊。2015年9月23日,大众集团首席执行官马丁·文德恩辞职,原因是该公司被指控故意让其在柴油发动机排放测试中作弊,他将面临德国的刑事调查。^[33] 2019年4月15日,德国检察官表示,他们正对大众集团前首席执行官文德恩(Martin Winterkorn)提起刑事诉讼,指控其涉嫌操控大众集团柴油车排放测试。检察官称,文德恩在2014年11月同意支付2300万欧元进行软件更新,而此举并无实际用处,只是为了进一步掩盖车辆排放不合格,因此这意味着文德恩

[32] See Environmental Protection Agency, Former CEO of Volkswagen AG Charged With Conspiracy and Wire Fraud in Diesel Emissions Scandal(May 3,2018).

[33] See *The Volkswagen Air Pollution Emissions Litigation*. *supra* note 4, at 10569.

至少从2014年5月就知道排放测试作弊事实,并涉嫌操控这一事件。^[34] 尽管文德恩一直声称,自己直到2015年9月东窗事发才被告知存在作弊装置,但作为大众集团8年的首席执行官,具有20年有影响力的高管,费迪南德·皮埃奇的门徒,其如果不是睁一只眼闭一只眼默许,下面的工作人员怎么可能如此胆大妄为。

综上所述,大众集团内部的约束机制显然难以约束管理者马丁·文德恩。在实际控制人费迪南德·皮埃奇的领导下,大众集团的首席执行官毫无疑问遵循并实现实际控制人的控制权私人利益,即帝国建造愿景——“使大众集团成为世界上最好、最大的汽车制造商”,并在此道路上冒进。^[35]

(三) 外部约束机制缺乏

DCS结构缺乏控制权市场这一外部约束机制。控制权市场可以看作是外部管理团队与现任管理团队竞争公司资源控制权的一个竞技场。当现任的管理团队未能为股东创造最大价值时,股东可以替换管理团队,或者新的股东竞争获得公司的股权,获得股权后用新的管理团队替换现任管理团队。如果这样的控制权市场能很好地发挥作用,则管理团队会面临控制权市场的威胁而勤勉忠诚地工作,从而降低代理成本,起到外部治理的作用。^[36] 在“一股一权”结构的公司中,控制权市场为公司的中小股东提供了强有力的保护。“但是在DCS结构中,载有高投票权的股份一般不上市流通,这使收购方即使买入全部在外流通的低投票权的普通股或者无表决权的优先股,也难以拥有足够的表决权。这就意味着,DCS结构上市公司中,只要控制股东/管理者不向外转让自己的高投票权股份,其对公司就拥有难以撼动的绝对控制力,外部收购始终无法威胁到控制股东/管理者对公司的控制

[34] See McHugh, David, *Former Volkswagen CEO Charged with Fraud in Germany*, The Associated Press, Retrieved 27 April 2019.

[35] William Boston, *At Volkswagen, a Game of Thrones as Chairman Ferdinand Piech Quits*, Wall Street Journal, April, 26, 2015.

[36] 参见陈玉罡、陈文婷、林静容:《控制权市场制度变革与公司治理和并购绩效研究》,载《证券市场导报》2017年第2期。

权。”^[37]因此,在 DCS 结构的公司中,外部的控制权市场对控制股东/管理者根本构不成威胁,外部约束机制严重缺乏。

大众集团缺乏有效的外部约束机制。大众集团的控制股东为保时捷控股有限公司,后者的表决权股份由保时捷家族和皮埃奇家族的成员全部持有,家族成员以及实际控制人不可能向外转让有表决权的股份。大众集团的公众股东持有的主要是无表决权的优先股,因此,外部的控制权市场对管理者难以约束,管理者为大众集团的控制股东和实际控制人所选择。这种情况下,即使控制股东/管理者出于控制权私人利益的扭曲激励,做出损害公司和无表决权优先股的投资者的决策,因为控制权市场的外部约束机制无法有效发挥作用,控制股东/管理者没有外部约束机制的威慑从而没有顾忌。

我国已经引入差异表决权股和优先股,这会形成中国的 DCS 结构上市公司。如上所述,DCS 结构由于其自身的结构特点,使得控制股东/管理者持有少数股份即可通过多数表决权控制上市公司,潜在代理成本趋高,控制股东/管理者的内外部监督机制被严重削弱,控制股东/管理者更容易过度追求控制权私人利益产生决策动机扭曲,从而使公司的决策与治理存在更大的风险。因此,为应对 DCS 结构中少数持股控制股东/管理者过度追求控制权私人利益从而损害公司和公众股东的风险,从内部治理和外部治理角度重构相应有效的治理机制就显得尤为必要。

五、双层股权结构中控制股东控制权私人利益风险的内部治理机制应对

在 DCS 结构中,对控制股东和管理者的传统内部约束机制严重削弱,缺乏有效监督而不能形成内部的权力制衡,存在治理与风险隐患,极易诱发控制股东/管理者过度追求控制权私人利益从而决策动机扭

[37] 参见刘立燕、方晓波:《科创板引入双层股权结构的制度保障研究》,载《武汉商学院学报》2019年第4期。

曲。正如保时捷汽车有限公司的创始人费迪南德·保时捷的孙子费迪南德·皮埃奇那样,一心只追求达到全球最大的汽车帝国这一控制权的非现金私人利益,而忽略关注大众集团整体的获利能力和公众股东的利益。因此,对于 DCS 结构中控制股东/管理者过度追求控制权私人利益损害公司的风险,如何从内部治理机制的完善进行探讨,对我国发行差异表决权股或无表决权优先股上市公司的治理具有重要的现实意义。

(一) 完善低投票权股股东的提案权与无约束力表决

提案权有助于少数股东对 DCS 结构上市公司重大决策的参与和监督。^[38] 我国《公司法》规定了股东提案权制度,符合条件的股东有权依照法定程序提出提案并要求将其列入股东大会会议审议事项。股东提案权彰显优先股股东的话语权,其可以作为平衡持高投票权股的控制股东与持低投票权股的公众股东之间利益的一种途径,在一定程度上避免持高投票权股的控制股东的独断专权。但是在 DCS 结构中,持无表决权优先股或低投票权股(以下统一简称为持低投票权股)的中小股东很难参与到公司治理中。

明确提案权制度行使以持股比例而非表决权比例计,促进持低投票权股的股东参与公司治理。^[39] 首先,关于提案股东的持股要求方面,现行《公司法》要求行使提案权的股东应当“单独或者合计持有公司 3% 以上股份,”这一表述较为模糊,究竟是持有公司 3% 以上有表决权股份的股东有权提起,还是持股比例达到 3% 即可,《公司法》及相关司法解释并未明确。如果要求必须是表决权股份的 3%,那么因 DCS 结构公司的多数表决权牢牢地掌握在普通股控制股东/管理者手中,低投票权股的股东的表决权严重不足,则持低投票权股股东的意见在 DCS 结构上市公司中无法通过提案表达。因此,我国股东提案权制度

[38] 参见梁上上、[日]加藤贵仁、朱大明:《中日股东提案权的剖析与借鉴——一种精细化比较的尝试》,载《清华法学》2019 年第 2 期。

[39] 参见刘卫锋、周甜:《我国上市公司股东提案权制度的实证分析及完善路径》,载郭文英主编:《投资者》(第 16 辑),法律出版社 2021 年版。

应当明确,提案权的行权以持有的股份比例计,不宜以表决权计。^[40]其次,针对控制股东/管理者过度追求控制权私人利益损害公司利益的提案,只有承认持低投票权股股东根据持股比例而不是表决权比例提出股东临时提案,后者才有机会对前者决策动机扭曲的提案提出反对议案的提案。只有这样,持低投票权股的投资者才可以在股东大会上表达自己的意见,维护公司和自己的根本利益。

在 DCS 结构中,持低投票权股股东行使提案权需要无约束力投票机制的加持。没有表决权或表决权远远不足以支持其提出的提案表达,其提出股东大会审议的提案到底有没有意义呢? 本文认为,即使优先股股东在普通股东大会上无表决权,或者低投票权普通股股东的表决远不足以支持其提案通过,也应当允许其进行非约束性投票,并要求将优先股股东或低投票权股股东的投票情况单独记录,并予以信息披露。尽管他们的投票不具有约束力,但能够以此议案的投票记录与结果向 DCS 结构上市公司中的控制股东/管理者发出强烈的异议信号,并通过信息披露公示于公司外部,对控制股东/管理者形成一种心理压力,从而有助于约束控制股东/管理者。^[41]

具体到“大众排放门”,若无表决权优先股股东有机会提案并以无约束力投票加持,将会影响控制股东/管理者选择过度扩张进行帝国建造的扭曲战略。对于控制股东/管理者选择过度扩张规模而牺牲利润的公司帝国建造战略,若无表决权优先股的股东对于公司选择这样的战略有机会提出反对议案提案,并且其无约束性投票被强制单独记录和予以披露的话,费迪南德·皮埃奇基于优先股股东强烈的异议信号和自身产生的巨大心理压力,未必会做出这一动机扭曲的决策。在 DCS 结构中,控制股东/管理者一般需要公开承诺保护低投票权普通股或无表决权优先股的投资者,低投票权普通股或无表决权优先股的股东投资者的强烈异议,势必会引发监管者和资本市场对控制股东/管理者履行投资者保护公开承诺的关注,这将一定程度上缓和控股股

[40] See Benjamin J. Barocas, *The Corporate Practice of Gerrymandering the Voting Rights of Common Stockholders and the Case for Measured Reform*, 165 U. Pa. L. Rev. 497, 540 (2019).

[41] *Ibid.*, at 538.

东/管理者过度追求控制权私人利益而作出扭曲决策的冲动。完善无表决权优先股股东或低投票权普通股股东的提案权与无约束力投票机制的分析与讨论,同样适用于中国情境下的DCS结构上市公司。

(二) 加强独立董事的独立性

董事会作为上市公司的监督机构,董事会应承担监督DCS结构上市公司管理者的职责。针对DCS结构中控制股东/管理者掌控董事会成员的任免从而导致董事会监督机制失灵的问题,应当强化独立董事的独立性来保障董事会的监督功能发挥。为了促使DCS结构中独立董事履行其监督角色,应当对DCS结构公司独立董事的选举和任职规则改进,增强独立董事的独立性,确保独立董事真正地对公司和持低投票权股公众投资者的利益负责,脱离对少数持股控制股东/管理者事实上的依赖。

完善DCS结构上市公司独立董事的提名与任免的表决规则维护独立董事的独立性。其一,DCS结构上市公司应当设置董事会的提名委员会,并且为了完善这类公司的治理,应当要求提名委员会由独立董事多数构成,并且提名委员会的主席由独立董事担任。通过独立董事多数构成的提名委员会,来避免独立董事的提名被少数持股控制股东/管理者所操控。其二,独立董事任免事项应排除特别表决权的适用,按照一股一票的规则进行选举。例如,在2019年3月,上海证券交易所发布的《科创板股票上市规则》中就规定,将独立董事的选任排除出特别表决权的行使范围,强制纳入一股一票的投票规则之下。

采用持低投票权股的公众投资者否决规则来增强DCS结构公司中独立董事任职的独立性。DCS结构公司应采用低投票权股股东否决规则,即低投票权股股东可以根据该独立董事过去在董事会的表现,来投票决定他是否可以任职或连任,如果一个独立董事维护的是控制股东/管理者的利益而非公司和公众投资者的利益,那么低投票权股股东可以对该独立董事投反对票从而否决他的任职或连任。换句话说,低投票权股股东否决规则是独立董事任职的门槛要求。为了防止控制股东/管理者通过解雇不偏向自己利益的独立董事来绕过这一规则,低投票权股股东的否决权也应延伸到独立董事任职的终止。低投票权股股东的否决权可能是最有效的增强独立董事任职独立性的规则,这一

制度有助于约束和激励独立董事考虑低投票权股的公众投资者利益,低投票权股股东应该至少对独立董事的首次任命和连任拥有否决权。^[42]

在 DCS 结构中,应缩短任期来提升独立董事的独立性。独立董事长期任职将可能被公司内部人同化,与之形成合谋,对于存在少数持股控制股东/管理者的 DCS 结构上市公司来讲更是如此。部分法域的证券法或交易所规则对独立董事任期进行一定的限制。香港交易所要求 DCS 架构的上市公司的独立非执行董事应当至少每 3 年轮流退任。^[43] 轮流退任制加快了独立董事更换的频率,有助提升独立董事的独立性,让独立董事更好地监督控制股东/管理者。

在“大众排放门”中,大众集团是双层董事会,非英美法的单层董事会并通过其中的独立董事进行监督,其监督董事会中半数以上的股东监事被保时捷家族和皮埃奇家族所掌控,最终为实际控制人费迪南德·皮埃奇所控制。而大众集团中执行董事会中当时的 CEO 马丁·文恩德,如上文所述,又被两大家族及其最终的实际控制人费迪南德·皮埃奇所控制。综上,大众集团中监督董事会中一半股东监事为控制股东所控制,难以对执行董事会和管理者发挥监督作用。对于中国的 DCS 结构上市公司独立董事的监督来讲,康美药业证券虚假陈述特别代表人诉讼案件(以下简称“康美药业案”)中 5 位独立董事承担大额连带赔偿责任的判决,引发了上市公司独立董事群体的巨大震动,不少独立董事纷纷辞职。康美药业案的判决起到了极大的震慑作用,独立董事对自己的义务和责任有了更加清晰的认识,这将有利于促进中国的 DCS 结构上市公司中独立董事脱离对少数持股控制股东/管理者事实上的依赖,更加敬畏法律,对少数持股控制股东/管理者进行严格监督,保护持低投票权股的公众投资者。^[44] 对 DCS 结构上市公司,我国应完善其独立董事的提名与任免的表决规则、低投票权股股东对独立董事任命的否决规则、独立董事任职期限规则,以此强化 DCS 结构上

[42] See Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1296 (2017).

[43] 香港交易所《主板上市规则》第 8A.29 条。

[44] 参见余兴喜:《正确看待康美药业案和独立董事制度》,载《董事会》2021 年第 11 期。

上市公司独立董事的独立性,监督少数持股控制股东/管理者,维护公司整体利益和持低投票权股的公众投资者利益。

(三) 督导公司治理创立董事会下的公司治理委员会

DCS 结构董事会监督功能的发挥有赖于董事会专门委员会制度的完善。DCS 结构上市公司,少数持股控制股东/管理者持股少,经济利益小,但是却掌握上市公司控制权,为降低代理成本和控制股东/管理者控制权私人利益风险,维护少数股东即公众股东利益,应当对董事会的治理进行特殊安排。

为了完善并督导 DCS 结构上市公司的治理,中国香港证券交易所要求“具有不同投票权架构的发行人必须设立企业管治委员会”,其主席和所有成员须为独立非执行董事。企业管治委员会必须承担 9 项专有职能,包括审查监督关联交易、审查监督拥有超级投票权的管理层是否为全体股东利益而运营及管理、审查与 DCS 结构有关的风险与利益冲突管理、就委任或罢免合规顾问向董事会提出建议、力求确保发行人与股东之间的沟通有效及持续进行,等等。

中国内地证券交易所通过 DCS 结构上市公司监事会在公司内部督促特别表决权事项是否存在违反交易所规则,针对滥用特别表决权和损害投资者利益的情形在年度报告中发表意见。不过,内部监事会是否事实上能够督促并在年度报告中出具相关意见值得怀疑。

中国内地 DCS 结构上市公司的公司治理内部督导,是监事会路径更优,还是采取香港交易所的董事会下的企业管制委员会(实质是公司治理委员会)更优?从香港交易所对 DCS 结构上市公司的企业管制委员会的职能来看,企业管制委员会主要是 DCS 结构上市公司中的具体监督与执行相关规则的内设机构,是交易所关于 DCS 结构相关规则执行的内部第一道防线与预警,也是证券监管机构和交易所监管的抓手。个人认为,我国上市公司监事会中监事的独立性远不如独立董事,在公司治理委员会采取独立董事多数构成,并且主席(或召集人)为独立董事,无论从独立性来看,还是从监督功能上来看,DCS 结构上市公司中的董事会下负责公司治理内部督导的公司治理委员会更优,香港交易所规定的更值得借鉴。

中国内地 DCS 结构上市公司应设立类似于港交所要求的企业管

制委员会功能的公司治理委员会。为了防止 DCS 结构中少数持股控制股东/管理者控制公司治理委员会,证监会规章或交易所规则应当要求公司治理委员会主席由独立董事担任,并且由多数独立董事构成,以提高公司治理委员会履职的独立性。同时,允许此类委员向公司管理者索取所需信息,并聘请律师事务所和会计师事务所协助其进行决策,从而对控制股东/管理者的决策进行监管。只有兼具独立性和对信息的知情权,董事会下的公司治理委员会才能在发生少数持股控制股东/管理者决策动机扭曲或其他损害公众投资者合法权益的情形时发挥作用,以保护公司与公众投资者利益。^[45]

六、双层股权结构中控制股东控制权私人利益风险的外部治理机制应对

DCS 作为我国资本市场上的新事物,控制权市场的传统外部约束机制不再有效。在这种条件下,DCS 结构易诱发控制股东/管理者过度追求控制权私人利益,决策动机扭曲,从而损害公司和中小股东利益。为保护 DCS 结构公司与公众投资者的利益,下文对 DCS 结构的外部治理机制完善进行探讨。^[46]

(一) 强化信息披露

针对 DCS 结构控制权私人利益及其带来的决策动机扭曲的特殊治理风险与成本,应强化其信息披露。正如我们在文章第二部分中所解释的,少数持股控制股东/管理者控制权私人利益的风险在很大程度上因为其持股比例与控制权严重背离,追求控制权私人利益而不必负担相应的成本。因此,为了评估 DCS 结构所带来的治理风险与成本,事先充分了解控制股东/管理者在公司中实际的经济利益份额,充分了解公司的治理安排允许控制股东/管理者在不放弃对公司控制权的情

[45] 参见李美慧:《差异化表决权结构在我国科创板的最新实践——兼论我国的监管应对》,载《上海市经济管理干部学院学报》2020年第2期。

[46] 参见程即正:《我国引入双层股权结构的挑战与对策研究——以公司治理为视角》,载《南方金融》2020年第10期。

况下允许其减少其股份的程度,这对公众投资者来说是非常必要的。

强化披露 DCS 结构中少数持股控制股东实际持股比例与经济利益。其一,少数持股控制股东/管理者还可以通过其他实体(例如有限合伙、信托)实际持有 DCS 结构上市公司股份,这一“倍减器”将进一步减少其在 DCS 结构中的经济利益比例,根据我国现有法律规定,少数持股控制股东/管理者事实上是没有义务披露其在这样实体中的份额及其对 DCS 结构实际的经济利益比例。公众投资者要了解少数持股控制股东/管理者在公司中的实际经济利益份额是非常困难的,交易成本极高。其二,少数持股控制股东通过其他实体持有的 DCS 结构上市公司的股份可能被重复计算。如果少数持股控制股东团体的不同成员通过不同的实体持有股份,这些少数持股控制股东团体成员持有的股权经常存在重叠,那么少数持股控制股东团体持有的 DCS 结构上市公司的股份可能被计算了两次,但是公司可能通常不会主动披露这些信息,此时公众投资者很难准确地得知少数持股控制股东/管理者在 DCS 结构上市公司中实际的经济利益比例。^[47]

大众集团同时存在 DCS 结构和金字塔持股结构,公众投资者很难计算和了解控制股东/管理者对大众集团实际所有的持股比例(经济利益比例)和投票权比例,更无法想象实际控制人费迪南德·皮埃奇仅以对大众集团 3.15% 的经济利益比例却实际掌控了大众集团 50.73% 的投票权。因此,投资者应当有权利了解大众集团控制股东和实际控制人对大众集团的经济利益比例及其与表决权的分离程度,并对控制权私人利益及其带来决策动机扭曲的风险保持警醒。

我国 DCS 结构上市公司的信息披露存在类似的问题,现有规则允许创始股东/管理者通过自然人身份与其控制的持股实体来合计持有高投票权股,并且其在 DCS 结构上市公司中的持股情况可能被重复计算。因此,少数持股控制股东/管理者可能通过持股实体和金字塔持股结构放大其表决权比例并降低其在 DCS 结构上市公司中的经济利益比例。为了解决上述问题,使公众投资者了解少数持股控制股东/管理

[47] See Kobi Kastiel, *Executive Compensation in Controlled Companies*, 90 Ind. L. J. 1131, 1174 (2015).

者在 DCS 结构上市公司中的实际经济利益并避免其持股被重复计算,我国应当要求 DCS 结构上市公司披露其少数持股控制股东/管理者在其他持股实体中持股比例和投票权比例以及变动情况,提供的信息也应该消除少数持股控制股东/管理者股权的潜在重复计算,借此,投资者可以低成本地了解少数持股控制股东/管理者在 DCS 结构上市公司中的经济利益比例与表决权比例。这一强制披露事项将进一步有助于公众投资者评估少数持股控制股东/管理者在 DCS 结构上市公司现金流权与表决权之间的分离程度以及由此带来的治理风险与成本。

(二) 放开股东集团诉讼的前置程序

我国现行《证券法》借鉴了美国的股东集团诉讼制度,规定了中国特色的股东集团诉讼,^[48] 2020 年最高人民法院发布的《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(以下简称《规定》)更是为此提供了具体的实施细则。2021 年,康美药业案一审的落槌,标志着我国新设的股东集团诉讼制度终于顺利落地。^[49] 作为少数股东的公众投资者的保护力度有了显著提高。

股东集团诉讼前置程序中过高的门槛不利于激励股东集团诉讼,不利于威慑和约束 DCS 结构中控制股东/管理者的过度追求控制权私人利益。根据《规定》中的前置程序,起诉上市公司虚假陈述的投资者除满足《民事诉讼法》第 108 条规定的起诉条件外,还必须持有“有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”^[50]。前置程序意味着要求原告在起诉时必须提交多种证据作为人民法院受理案件的条件,包括对上市公司作出的行政处罚决定书或刑事判决书、法人身份证

[48] 新《证券法》第 95 条第 3 款规定:“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”

[49] 参见冷静:《康美启示:证券集团诉讼首案的制度突破与未尽议题》,载《中国法律评论》2022 年第 1 期。

[50] 最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第 5 条第 1 款第 3 项规定:“原告提交有关行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所等给予的纪律处分或者采取的自律管理措施等证明证券侵权事实的初步证据。”

明文件、交易凭证等,这不符合诉讼法理,甚至是难以实现。^[51] 康美药业案中,证监会对公司及负责的高管等作出了行政处罚,^[52] 检察机关对以实控人马某田为首的一众高管追究刑事责任,^[53] 这两个条件满足了这一前置程序。但是,在 DCS 结构的公司中,一则,过度追求控制权私人利益从而导致决策动机扭曲的控制股东/管理者并不必然构成犯罪,控制股东/管理者及其公司也不必然会因此而受到行政处罚;二则,股东集团诉讼制度设置的目的之一就是克服股东直接诉讼“集体行动”困难,如果在前置程序中需要提供如此困难又繁琐的初步证据,无疑会导致我国股东集团诉讼的门槛过高,难以发挥激励股东诉讼的作用,对于控制股东/管理者决策动机扭曲的震慑力较弱。

我国立案登记制改革以来,司法实践逐渐松动严格的立案条件,呈现出废止股东集团诉讼前置程序的未趋势。^[54] 至于为了防止滥诉的问题,我们可以借鉴美国《私人证券诉讼改革法案》中规定的案前初步举证程序,要求原告在案前举证能够有力地推断出控制股东/管理者存在过度追求控制权私人利益导致决策动机扭曲,从而损失公司和公众股东的特定事实。如果原告的指控是基于主观看法,还必须提供形成其看法所依据的所有事实。这样既能防止滥诉,又使我国股东集团诉讼的门槛维持在合理程度。^[55] 这可以很好地解决中小股东在前置程序中初步举证困难、门槛过高的问题,更好发挥激励股东集团诉讼的作用,对 DCS 结构公司中的控制股东/管理者的滥权行为形成较强的震慑力,以应对其决策动机扭曲的潜在风险。

[51] 参见谭秋桂:《证券民事赔偿案件诉讼程序若干问题分析》,载《现代法学》2005 年第 1 期。

[52] 《中国证监会行政处罚决定书(康美药业股份有限公司、马某田、许某瑾等 22 名责任人员)》,载中国证券监督管理委员会官网,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101928/c1042341/content.shtml>,2023 年 4 月 28 日访问。

[53] 《康美药业股份有限公司关于公司及原实际控制人相关刑事案件终审裁定的公告》,载上海证券交易所官网,http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-01-13/600518_20220113_1_vZavckEB.pdf,2023 年 4 月 28 日访问。

[54] 参见毛立琦:《论中国式证券集体诉讼的功能定位》,载《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2022 年第 1 期。

[55] 参见梁庆:《证券代表人诉讼构造之革新——兼评〈证券法〉第 95 条的完善》,载《社会科学战线》2021 年第 5 期。

(三) 强化控制股东受信义务

受信义务是适用于基于“委托—代理”关系所发生的“代理人”对“委托人”事务的管理责任。^[56] 受信义务不仅适用于股东与董事之间,还适用于少数股东与控制股东之间,控制股东被视为受信人,对少数股东负有受信义务。谁承担受信义务,应当根据功能来分析,谁管理公司,谁就承担受信义务。^[57] 控制股东相比少数股东而言,享有更大的权力,被赋予影响公司交易、决定股票分红、干预员工薪酬的新权力。控制股东在公司中扮演着与董事一样的角色,同时也与董事一样,有代表其他股东行事的权利。因此,美国州立法机构和法院将更强大的控制股东与更大的股东责任,即受信义务结合起来。^[58] 在 DCS 结构中,少数持股控制股东更应负有受信义务,为公司 and 全体股东利益最大化服务。一旦少数持股控制股东过度追求控制权私人利益,将控制权私人利益置于公司利益和全体股东利益纸上,决策动机扭曲,将存在损害公司和其他公众投资者的更大风险。

在 DCS 结构中,少数持股控制股东/管理者应当接受更加严格的注意义务审查。少数持股控制股东/管理者相对于“一股一权”公司中的控制股东来讲,其享有更大的控制权私人利益,但是承担的成本和风险更小,因此非常有必要对其进行更严格的注意义务审查。根据商业判断规则,只要是善意地并在合理的调查基础上所作出的诚实的商业决策就是不受指控的,即使该决策是错误的、不幸的甚至是灾难性的,不过这要满足注意义务的审查标准。注意义务的一般审查标准包括三个方面:(1)善意;(2)应当处于相似位置的普通谨慎人在类型的情况下所应尽到的注意;(3)须合理地相信是为了公司的最佳利益。在 DCS 结构中,控制股东持股比例少,在选择公司战略和帝国建造中,其为了过度追求控制权私人利益,可能作出的决策不是为了公司的最佳利益,甚至可能损害公司的利益。对“大众排放门”中少数持股控制股

[56] 参见施天涛:《公司法论》(第4版),法律出版社2018年版,第394页。

[57] 参见[美]理查德·D. 弗里尔:《美国公司法》,崔焕鹏、施汉博译,法律出版社2021年版,第135页。

[58] See Hui Sun, *The Study on the Transplantation of Controlling Shareholders' Fiduciary Duty from U. S. to China*, 4 Peking U. Transnat'l L. Rev. 72, 89 (2016).

东/管理者选择作弊软件的决策行为来讲,其违反了注意义务。其一,通过作弊软件掩盖排放水平,其难以证明其是善意的,因为这一作弊行为本身是一个违法行为,而且其明知一旦该违法行为一旦被查出将对公司和其他股东严重不利益后果;其二,通过作弊软件掩盖排放水平来追求帝国建造,这是一个过度冒险的行为,根本上来讲,超出了处于相似位置的普通谨慎人在类型的情况下所应尽到的注意;其三,少数持股控制股东/管理者的行为不是为了公司的最佳利益,而是为了过度追求控制权私人利益进行的帝国建造,并且公司的最佳利益不应该是通过违法行为来追求。因此,本质上来讲,“大众排放门”中,少数持股控制股东/管理者选择作弊软件进行帝国建造的决策是损害公司的乱作为,存在重大过失或鲁莽,而不是一般过失,根据商业判断规则来看,是不可能通过主张适用商业判断规则(BJR)来免责的。

在DCS结构中,少数持股控制股东/管理者的决策存在利益冲突的话,应该接受更严格的忠实义务审查。如本文第二部分所述,少数持股控制股东在公司中的经济利益与表决权严重背离,更有可能为了过度追求控制权私人利益而将控制权私人利益置于公司整体利益之上,并不公平地对待公众股东。美国特拉华州法院明确并且不断重复确认,控制股东对少数股东负有忠实义务,Kahn v. Lynch Communications案^[59]和Sinclair Oil Corp. v. Levien案^[60]就是两个典型判例确认控制股东对少数股东的忠实义务。在特拉华州另一个判例Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc^[61]案中,控制股东企图挤出合并少数股东,该案中控制股东面对少数股东异议,需证明该挤出合并交易的整体公平(entire fairness),控制股东对少数股东负有公平对待的信义义务。从美国的经验来看,在DCS结构上市公司控制股东对于利益冲突的交易将接受更加严格的实质公平的审查标准。实质公平规则通常要求符合如下三种要求之一,决策才是有效的:(1)取得非利害关系董事同意;(2)取得股东会同意;(3)证明该交易是公平的。^[62]传统的实质公

[59] See Kahn v. Lynch Communications. 669 A. 2d 79(Del. 1995).

[60] See Sinclair Oil Corp. v. Levien. 280 A. 2d 720(Del. 1971).

[61] See Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A. 2d 1110(Del. 1994).

[62] 同前注[57],第425~431页。

平规则,只要控制股东或管理者证明交易经过董事会非利害关系董事多数同意,或股东会非关联股东多数通过,则在忠实义务之诉中,原告来承担交易不公平的举证责任。对 DCS 结构的控制股东/管理者适用更加严格的实质公平审查标准意味着,即使利益冲突交易获得董事会上无利害关系董事或股东大会上无利害关系股东批准,如果公众投资者提起诉讼,控制股东仍然需要举证证明交易的实质公平。

在 DCS 结构上市公司中存在少数持股控制股东,为了应对其过度追求控制权私人利益的决策动机扭曲,为了控制权私人利益损害公司整体利益和其他公众股东利益,我国可以借鉴美国的经验,采用严格的实质公平标准对少数持股控制股东/管理者的行为进行司法审查。即使交易经由股东会无利害关系股东多数通过,或者董事会无利害关系的董事多数通过,当被提起违反忠实义务之诉时,少数持股控制股东仍需举证证明其决策满足实质公平标准。当控制股东和董事身份合一时,对控制股东适用董事信义义务。对于发行低投票权普通股的 DCS 结构上市公司而言,我国交易所关于差异表决权安排的规则要求控制股东必须同时担任董事,这可以解决上述控制股东受信义务问题,但是对于发行优先股的 DCS 结构,我国相关法律和交易所规则并未要求控制股东必须同时担任董事,因此上述阐述的内容应该予以适用。

七、结语

大众集团在“大众排放门”中为控制股东过度追求控制权私人利益导致的扭曲决策和舞弊丑闻付出了沉痛的代价。“大众排放门”还远未结束,有关国家的刑事检察部门和行政机关对大众集团及其集团高管的调查还在进行,德国和其他国家车主和大众客户对大众集团提出的索赔请求程序还在进行中。追根溯源,大众集团独特的 DCS 结构使少数持股控制股东/管理者的控制权与现金流权极度分离,这一代理成本根源容易诱发控制股东/管理者过度追求控制权私人利益的风险,大大扭曲了其少数持股控制股东/管理者的经济动机。对少数持股控制股东/管理者而言,其更关注控制权私人利益,而非低业绩战略选择

中公司潜在财富的牺牲,公司潜在财富的牺牲绝大部分将由其他股东承担。少数持股控制股东/管理者为了追求汽车帝国建造的这一控制权私人利益,选择了冒进、欺诈性的公司战略。大众集团内外部约束机制弱化、失效从而未能阻止这一严重错误决策的发生,导致公司和其他公众股东损失惨重。“大众排放门”丑闻看似是一个偶然,实则是少数持股控制股东/管理者过度追求控制权私人利益,导致 DCS 结构上市公司决策动机扭曲的必然产物。

我国各交易所均已逐步允许发行差异表决权股份的 DCS 结构公司上市。此外,2014 年开始我国也允许上市公司发行优先股形成 DCS 结构。因此,从德国“大众排放门”切入,探讨 DCS 结构少数持股控制股东/管理者的控制权私人利益的治理风险与应对,对我国具有重要的现实意义。少数持股控制股东/管理者的控制权私人利益的治理风险主要体现为少数持股控制股东/管理者过度追求控制权私人利益,错误选择公司战略和进行帝国建造,其治理结构上的成因在于与这一结构相关的代理成本根源、内外部约束机制削弱。在我国情境下,在 DCS 结构内部治理机制应对上,应当完善低投票权股股东的提案权,增设无约束力表决,维护和增强 DCS 结构独立董事的独立性,为督导 DCS 结构公司治理应创立董事会下的公司治理委员会;在外部治理机制应对上,应强化信息披露,放开我国股东集团诉讼的前置程序,强化和严格控制股东/管理者的受信义务。通过内外部治理机制的应对和完善,约束 DCS 结构汇总少数持股控制股东/管理者过度追求控制权私人利益,避免其扭曲决策动机损害公司利益和持低投票权股的公众投资者利益,以此实现双层股权结构的兴利除弊。

(编辑:宋 澜)